

农林牧渔

报告日期：2023年04月21日

产能趋势性去化，把握布局良机

——行业专题报告

投资要点

□ **核心观点：**二季度猪价延续低迷，养殖亏损背景下，现金流的收紧和猪价的进一步下探将是去化加速的最强证据，持续的去产能有望催生更加璀璨的猪周期，板块回调之后再迎布局良机。

□ **行业：**Q1 养殖持续亏损，产能加速去化

一季度生猪出栏均重和宰后均重下降幅度有限，据涌益咨询数据显示，截至23年3月30日，样本企业生猪出栏均重为122.56公斤，较22年同期高出5.38公斤，生猪宰后均重同样明显高于往年同期水平，反映行业大体重猪供应仍比较充裕。另一方面春节后恰逢猪肉消费淡季，毛白价差持续收窄，屠宰企业日屠宰量相对稳定，反映下游需求缺乏支撑。供强需弱背景下，一季度猪价持续低迷，生猪养殖行业连续亏损。

在现金流不断收紧的背景下，叠加北方地区仔猪腹泻、蓝耳、非洲猪瘟等冬季常规疫病的影响，行业产能加速去化。据国家统计局数据，23年3月末全国能繁母猪存栏4305万头，相较于22年末比下降1.94%；据涌益咨询数据，截至3月末，样本企业能繁母猪存栏环比下降1.95%。

□ **企业：**Q1 生猪出栏量分化明显，出栏体重先降后增

23Q1 生猪出栏量同比延续增长，但个体间分化明显。2023年一季度我国主要上市猪企合计出栏生猪2845.84万头，同比增长12.82%。但个体间增速分化明显，其中华统股份、唐人神、京基智农一季度生猪出栏增速最快，出栏量同比2022年同期分别增长229.22%、104.51%、80.11%；其次天康生物、东瑞股份、神农集团出栏量增速也保持在50%以上；正邦科技、金新农一季度出栏量较2022年同期分别下降28.85%、17.42%。

上市猪企商品猪销售均价与行业生猪价格走势一致，一季度主要上市猪企商品猪平均销售价格（剔除仔猪、种猪影响）基本维持在14.5-15.5元/公斤，以目前上市公司披露的养殖成本估算，一季度生猪养殖企业普遍面临不同程度亏损。出栏体重方面，部分上市公司在2月有所压栏，因此3月出栏的商品猪体重略有增长，3月份主要上市公司商品猪出栏体重为118.28公斤，环比2月上升1.32%。

□ **投资建议：**Q2 亏损有望加速去化，板块回调再迎布局良机

Q2 猪价持续低迷，产能去化有望加速。我们观察到4月以来出栏体重持续攀升、标肥价差倒挂，反映行业肥猪存栏占比较高。我们认为规模场在持续的亏损背景下，二季度可能因为回补资金而加速出栏，市场供应相对宽松，但下游需求依旧不温不火，猪价有进一步下探磨底的可能。考虑到养殖成本改善仍需时间，二季度养殖亏损幅度或难以明显收窄，行业现金流或进一步收紧，同时仔猪价格自3月底连续下滑，外销仔猪的利润下降，有望增加主动去产能的可能性。我们着重强调：一季度产能去化主要系仔猪腹泻、蓝耳、非瘟等疫病导致的被动淘汰，二季度产能去化的主线中疫病只是可选项，现金流的收紧和猪价的进一步下探将是加速去化的最强证据。

持续的产能出清有望打开未来的猪价中枢，近期板块回调之后估值再度回到历史底部，建议积极参与。弹性推荐出栏增速较快的【新五丰】【天康生物】；稳健推荐养殖成本领先的龙头【牧原股份】，以及出栏恢复增长、成本边际改善的【温氏股份】。重点关注兼具出栏弹性和成本优势的【巨星农牧】。

□ **风险提示**

猪价大幅波动风险、疫病大规模爆发、原材料价格大幅波动、第三方数据可信性风险。

行业评级：看好(维持)

分析师：孟维肖

执业证书号：S1230521120002

mengweixiao@stocke.com.cn

相关报告

1 《亏损有望加速去化，非瘟疫苗稳步推进》 2023.04.17

2 《Q2 猪价延续低迷，产能去化有望加速》 2023.04.09

3 《2023Q1 农林牧渔行业业绩前瞻：生猪板块底部已现》 2023.03.28

正文目录

1 行业：Q1 养殖持续亏损，产能加速去化	4
1.1 Q1 猪价反弹乏力，养殖持续亏损.....	4
1.2 亏损叠加疫病影响，一季度产能持续去化.....	5
2. 企业：Q1 生猪出栏量分化明显，出栏体重先降后增	6
2.1 23Q1 上市猪企生猪出栏量分化明显.....	6
2.2 23Q1 商品猪销售均价底部震荡，出栏体重先降后增.....	7
3. 投资建议：Q2 亏损有望加速去化，板块回调再迎布局良机	8
4. 风险提示	8

图表目录

图 1: 生猪价格反弹乏力 (元/公斤)	4
图 2: 生猪养殖利润 (元/头)	4
图 3: 样本企业出栏均重 (千克)	4
图 4: 全国 16 省生猪宰后均重 (公斤)	4
图 5: 样本企业生猪屠宰量 (头)	5
图 6: 样本企业毛白价差 (元/公斤)	5
图 7: 仔猪价格和二元母猪价格 (元/公斤)	5
图 8: 样本企业断奶仔猪成活率	5
图 9: 国家统计局能繁母猪存栏变化	5
图 10: 涌益咨询样本企业能繁母猪存栏环比变化 (%)	5
图 11: 样本企业淘汰母猪价格 (元/公斤)	6
图 12: 样本企业淘汰母猪宰杀量维持高位	6
图 13: 主要上市猪企 3 月生猪出栏量	6
图 14: 主要上市猪企 1-3 月生猪出栏量	6
图 15: 主要上市猪企肥猪销售均价 (元/kg)	7
图 16: 主要上市猪企肥猪出栏均重 (kg)	7
图 17: 标猪和肥猪价格持续倒挂 (元/kg)	8
图 18: 屠宰量相对稳定反映下游需求不温不火	8
表 1: 主要上市猪企生猪销售数据	7
表 2: 部分上市猪企仔猪销售数据	7

1 行业：Q1 养殖持续亏损，产能加速去化

1.1 Q1 猪价反弹乏力，养殖持续亏损

一季度生猪出栏均重和宰后均重下降幅度有限，据涌益咨询数据显示，截至 23 年 3 月 30 日，样本企业生猪出栏均重为 122.56 公斤，较 22 年同期高出 5.38 公斤，生猪宰后均重同样明显高于往年同期水平，反映行业大体重猪供应仍比较充裕。另一方面春节后恰逢猪肉消费淡季，毛白价差持续收窄，屠宰企业日屠宰量相对稳定，反映下游需求缺乏支撑。供强需弱背景下，一季度猪价持续低迷，生猪养殖行业延续亏损。据博亚和讯统计，1、2、3 月全国生猪均价分别为 14.87、14.75、15.41 元/公斤；1、2、3 月自繁自养头均分别亏损 258.51、337.01、226.60 元，外购养殖头均分别亏损 357.27、382.46、405.11 元。

一季度仔猪价格涨势较好，主要系：一方面养殖端看好 23 年下半年市场行情，补栏仔猪的情绪较高；另一方面 1、2 月份受寒冷天气、疫病高发影响，仔猪成活率有所下降，行业断奶仔猪供应量减少。据博亚和讯统计，1、2、3 月全国 7 公斤左右断奶仔猪价格分别在 350-400、500、600 元/头左右，2、3 月份行业外销仔猪兑现一定利润。一季度行业整体补栏母猪的情绪相对偏弱，二元母猪价格延续滞涨。

图1： 生猪价格反弹乏力（元/公斤）



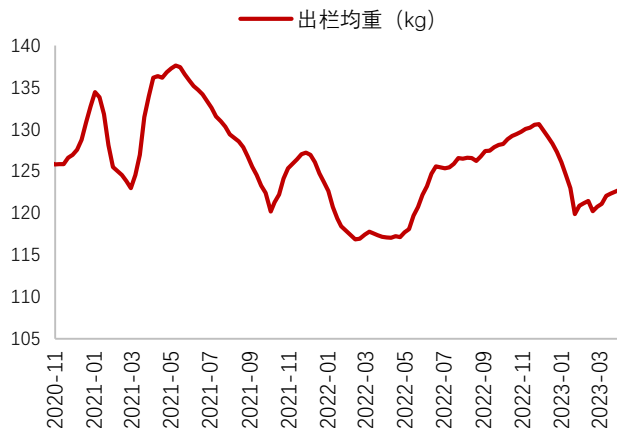
资料来源：Wind、浙商证券研究所

图2： 生猪养殖利润（元/头）



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图3： 样本企业出栏均重（千克）



资料来源：涌益咨询、浙商证券研究所

图4： 全国 16 省生猪宰后均重（公斤）



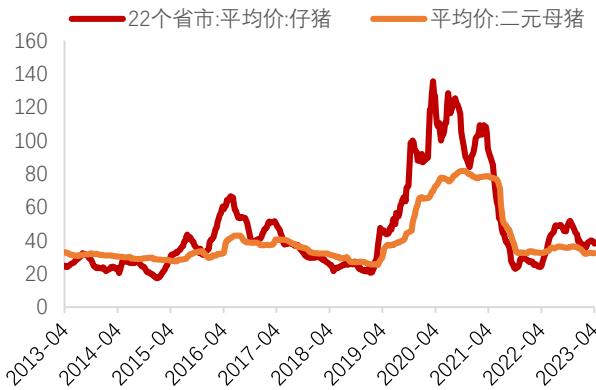
资料来源：Wind、浙商证券研究所

图5: 样本企业生猪屠宰量(头)



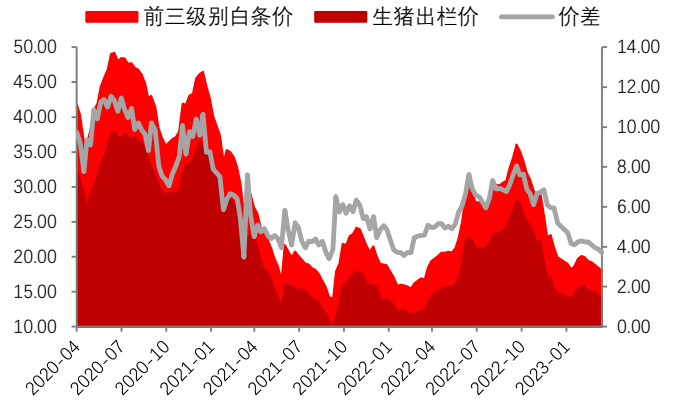
资料来源: 涌益咨询、浙商证券研究所

图7: 仔猪价格和二元母猪价格(元/公斤)



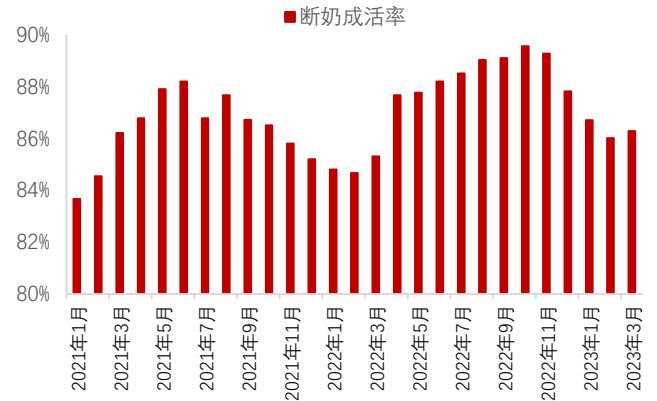
资料来源: Wind、浙商证券研究所

图6: 样本企业毛白价差(元/公斤)



资料来源: 涌益咨询、浙商证券研究所

图8: 样本企业断奶仔猪成活率

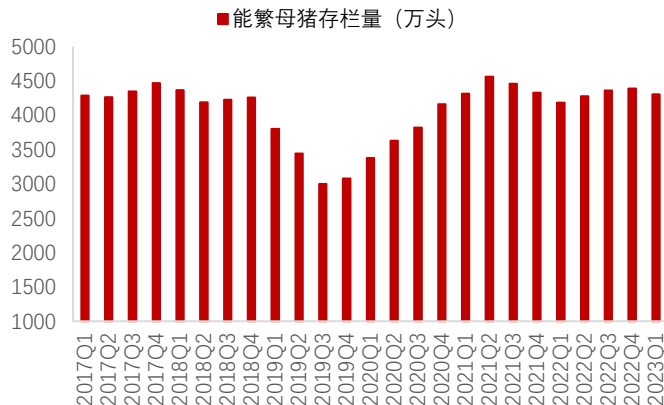


资料来源: 涌益咨询、浙商证券研究所

1.2 亏损叠加疫病影响, 一季度产能持续去化

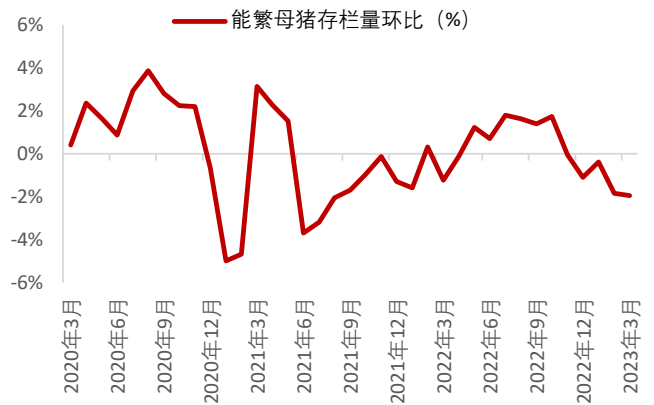
从2022年12月至今, 行业连续亏损4个月, 在现金流不断收紧的背景下, 融资能力较差的中小规模养殖户开始主动淘汰产能, 此外, 一季度北方地区受寒冷天气影响, 仔猪腹泻、蓝耳、非洲猪瘟等冬季常规疫病持续影响生猪生产, 部分养殖场母猪被动折损, 行业整体产能延续去化趋势。据国家统计局数据, 截至3月末, 全国能繁母猪存栏4305万头, 相较于2022年末比下降1.94%; 据涌益咨询数据, 截至3月末, 样本企业能繁母猪存栏环比下降1.95%。

图9: 国家统计局能繁母猪存栏变化



资料来源: Wind、国家统计局、浙商证券研究所

图10: 涌益咨询样本企业能繁母猪存栏环比变化(%)



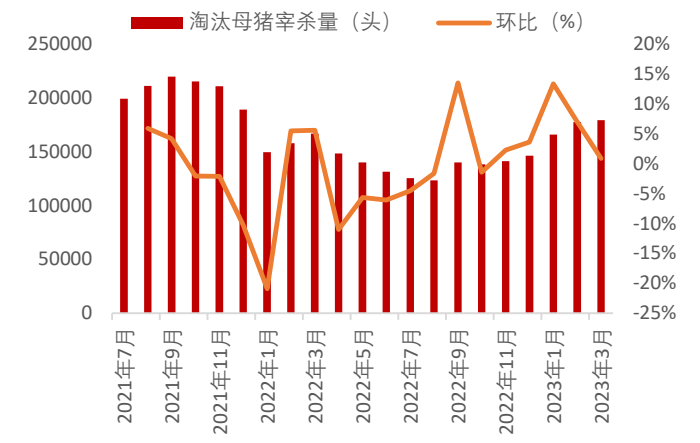
资料来源: 涌益咨询、浙商证券研究所

图11: 样本企业淘汰母猪价格(元/公斤)



资料来源: 钢联数据、浙商证券研究所

图12: 样本企业淘汰母猪宰杀量维持高位



资料来源: 涌益咨询、浙商证券研究所

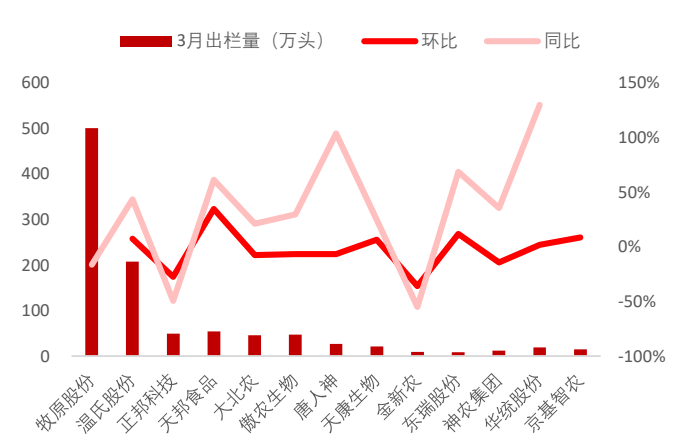
2. 企业: Q1 生猪出栏量分化明显, 出栏体重先降后增

2.1 23Q1 上市猪企生猪出栏量分化明显

3 月份生猪出栏量同比基本持平。2023 年 3 月份我国主要上市猪企合计出栏生猪 1012.40 万头, 同比减少 0.65%。其中温氏股份、天邦食品、天康生物、东瑞股份、华统股份和京基智农 3 月生猪出栏量分别环比增长 7.09%/34.56%/6.28%/11.76%/1.79%/8.39%; 正邦科技、大北农、傲农生物、唐人神、金新农和神农集团 3 月生猪出栏量分别环比下降 27.72%/7.72%/6.86%/6.93%/35.99%/14.46%。同比来看, 大部分企业 3 月生猪出栏量均保持同比增长, 主要系上市公司 2022 年新增的产能逐渐释放; 其次, 牧原股份出栏量同比下降 16.46%, 主要系 2022 年四季度提前出栏量较大; 正邦科技出栏量同比下降 49.63%, 主要系销售策略调整; 金新农出栏量同比下降 55.15%。从出栏结构来看, 3 月份仔猪价格维持震荡偏强, 外销仔猪盈利尚可, 上市公司仔猪外销比例较高。

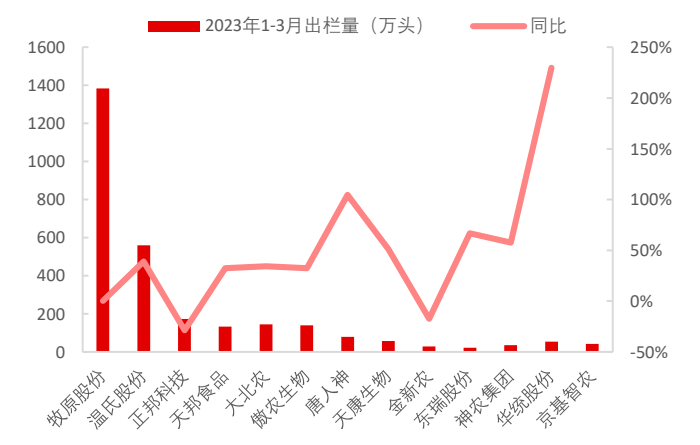
23Q1 生猪出栏量同比延续增长, 但个体间分化明显。2023 年一季度我国主要上市猪企合计出栏生猪 2845.84 万头, 同比增长 12.82%。但个体间增速分化明显, 其中华统股份、唐人神、京基智农一季度生猪出栏增速最快, 出栏量同比 2022 年同期分别增长 229.22%、104.51%、80.11%; 其次天康生物、东瑞股份、神农集团出栏量增速也保持在 50%以上; 正邦科技、金新农一季度出栏量较 2022 年同期分别下降 28.85%、17.42%。

图13: 主要上市猪企 3 月生猪出栏量



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图14: 主要上市猪企 1-3 月生猪出栏量



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

表1: 主要上市猪企生猪销售数据

企业	3月销量 (万头)	环比	同比	2023年1-3月累计 销量(万头)	同比	3月商品猪均价 (元/kg)	3月出栏均 重(kg)
牧原股份	500.10		-16.5%	1384.50	0.2%	15.00	
温氏股份	207.28	7.1%	43.1%	559.50	39.1%	15.20	119.05
正邦科技	48.72	-27.7%	-49.6%	172.60	-28.9%	14.82	116.87
天邦食品	54.20	34.6%	61.2%	132.79	32.3%	15.20	
大北农	45.28	-7.7%	21.1%	143.80	34.3%	14.75	113.39
傲农生物	46.68	-6.9%	29.5%	138.58	32.4%		
唐人神	26.60	-6.9%	103.7%	78.41	104.5%		
天康生物	21.14	6.3%	24.6%	56.94	51.1%	14.95	123.82
金新农	8.87	-36.0%	-55.1%	27.73	-17.4%	15.04	
东瑞股份	8.27	11.8%	68.4%	20.99	66.9%	16.12	
神农集团	12.01	-14.5%	35.4%	35.30	57.7%	14.60	
华统股份	18.78	1.8%	129.6%	53.40	229.6%	15.63	
京基智农	14.47	8.4%		41.30	80.11%	15.26	
合计	1014.40		-0.65	2845.84	12.82%		118.28

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

表2: 部分上市猪企仔猪销售数据

企业	10月仔猪 销售比例	11月仔猪 销售比例	12月仔猪 销售比例	1月仔猪 销售比例	2月仔猪 销售比例	3月仔猪 销售比例
牧原股份	3.87%	1.70%	0.80%	2.02%		4.78%
正邦科技	76.77%	49.46%	57.20%	56.64%	69.29%	50.62%
唐人神	12.63%	12.26%	10.23%	6.80%	6.30%	9.66%
华统股份	25.35%	49.74%	21.23%	21.26%	28.02%	23.86%

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所。注: 牧原股份只公布了1-2月累计生猪销量, 因此合并计算仔猪占比。

2.2 23Q1 商品猪销售均价底部震荡, 出栏体重先降后增

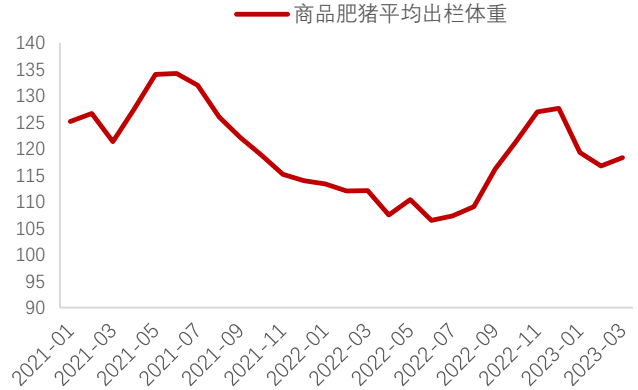
上市猪企商品猪销售均价与行业生猪价格走势一致, 一季度主要上市猪企商品猪平均销售价格(剔除仔猪、种猪影响)基本维持在14.5-15.5元/公斤, 以目前上市公司披露的养殖成本估算, 一季度生猪养殖企业普遍面临不同程度亏损。出栏体重方面, 部分上市公司在2月有所压栏, 因此3月出栏的商品猪体重略有增长, 3月份主要上市公司商品猪出栏体重为118.28公斤, 环比2月上升1.32%。

图15: 主要上市猪企肥猪销售均价(元/kg)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图16: 主要上市猪企肥猪出栏均重(kg)



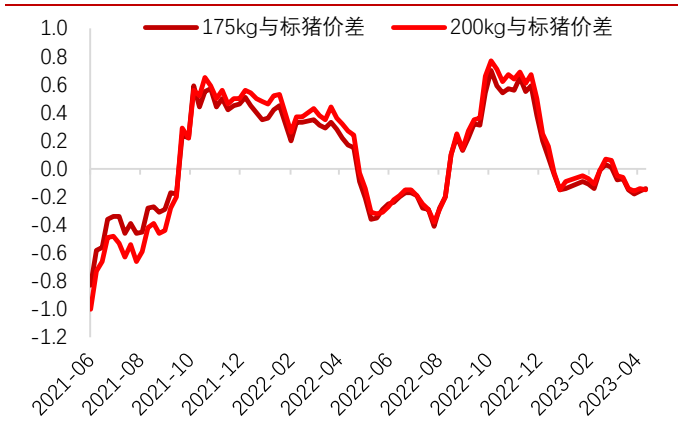
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

3. 投资建议：Q2 亏损有望加速去化，板块回调再迎布局良机

Q2 猪价持续低迷，产能去化有望加速。我们观察到4月以来出栏体重持续攀升、标肥价差倒挂，反映行业肥猪存栏占比较高。我们认为规模场在持续的亏损背景下，二季度可能因为回补资金而加速出栏，市场供应相对宽松，但下游需求依旧不温不火，猪价有进一步下探磨底的可能。考虑到养殖成本改善仍需时间，二季度养殖亏损幅度或难以明显收窄，行业现金流或进一步收紧，同时仔猪价格自3月底连续下滑，外销仔猪的利润下降，有望增加主动去产能的可能性。我们着重强调：一季度产能去化主要系仔猪腹泻、蓝耳、非瘟等疫病导致的被动淘汰，二季度产能去化的主线中疫病只是可选项，现金流的收紧和猪价的进一步下探将是加速去化的最强证据。

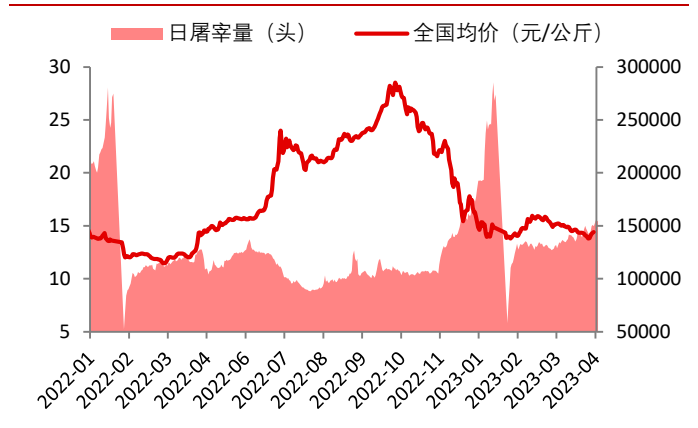
持续的产能出清有望打开未来的猪价中枢，近期板块回调之后估值再度回到历史底部，建议积极参与。弹性推荐出栏增速较快的【新五丰】【天康生物】；稳健推荐养殖成本领先的龙头【牧原股份】，以及出栏恢复增长、成本边际改善的【温氏股份】。重点关注兼具出栏弹性和成本优势的【巨星农牧】。

图17： 标猪和肥猪价格持续倒挂（元/kg）



资料来源：涌益咨询、浙商证券研究所

图18： 屠宰量相对稳定反映下游需求不温不火



资料来源：涌益咨询、浙商证券研究所

4. 风险提示

- (1) 猪价大幅波动风险。若猪价长时间位于企业养殖成本线以下，企业将面临亏损和资金链断裂的风险。
- (2) 疫病大规模爆发。一旦大规模爆发非洲猪瘟、口蹄疫、高致病性禽流感类的高致死率疫病，可能导致国内畜牧产业严重受损，企业生产性生物资产将蒙受损失。
- (3) 原材料价格大幅波动。原材料成本占养殖成本的主要组成部分，若玉米、豆粕等原材料价格大幅波动将直接影响到企业盈利能力。
- (4) 第三方数据可信性风险。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>